

## Stratégie d'actionnaires

# DE LA BOURSE AU **PRIVATE EQUITY**



**Pascal Quiry**

Professeur de finance

HEC Paris

Co-auteur du Vernimmen\*



Alors que les introductions en bourse baissent en France comme dans d'autres pays, les investissements dans les entreprises non cotées sous forme de *private equity* se développent. Cela définit une autre forme de stratégie d'actionnaire.

■ Quelles raisons expliquent la baisse des IPO constatée ces dernières années, en France comme ailleurs ?

Le nombre d'introductions en bourse a spectaculairement baissé ces dernières années alors que le nombre de retraits de la cote par faillite, rachat, ou sortie volontaire est resté identique. De moins en moins d'entreprises s'introduisent en bourse et cela me paraît logique. Nous avons vécu pendant longtemps dans l'idée que la bourse était la consécration pour une entreprise. C'est une idée fausse. Depuis un certain temps des systèmes nouveaux entrent en concurrence avec la bourse. Cela a commencé aux États-Unis avec l'apparition du capital risque, ou au Royaume-Uni, plus centrée sur le capital développement, et en France, sous une forme plus particulière avec les premiers RES (reprise d'entreprises par les salariés). Cette activité marginale dans les années 1980, s'est depuis bien développée et continue de croître. Elle a pris des parts de marché en attirant des entreprises qui potentiellement autrefois seraient allées en bourse.

Il existe aujourd'hui une attractivité beaucoup plus forte du *private equity* pour les sociétés valorisées en deçà d'un certain montant. Ce seuil ne cesse de croître au cours du temps, mais il se situe aujourd'hui entre 5 à 10 milliards d'euros, au-delà duquel l'orientation vers la bourse est alors privilégiée. Mais en deçà, la question se pose d'ouvrir le capital à des fonds de *private equity*, notamment en raison des contraintes réglementaires posées par l'appel public à l'épargne. C'est particulièrement vrai pour les PME. Ainsi l'agence immobilière par Internet SAFTI, qui comptait une trentaine de collaborateurs au moment de son introduction, est venue en bourse pour lever 1 million d'euros et a dû rédiger un prospectus de 127 pages ! De plus, les gestionnaires d'OPCVM actions se sont fortement concentrés et il leur devient difficile de s'intéresser à des sociétés qui valent moins de 100 millions d'euros.

Enfin, les fenêtres qui permettaient de se présenter en bourse dans de bonnes conditions se sont singulièrement réduites. Il suffit qu'une banque centrale ne baisse pas ses taux comme prévu pour que les cours baissent et que le processus d'introduction en bourse soit suspendu et reporté à des jours meilleurs. Il existe aujourd'hui une forte volatilité du sentiment des investisseurs. Toutes ces raisons font que la bourse est devenue inattirative pour un certain nombre de sociétés.

\* Coauteur, avec Yann Le Fur, du Vernimmen - Finance d'Entreprise 2020, Dalloz, et sur [www.vernimmen.net](http://www.vernimmen.net).



■ Des mesures ont pourtant été prises pour faciliter l'accès au marché des petites et moyennes entreprises ?

Dire que l'avenir des TPE et PME est en bourse est, sauf exception, une erreur. Certaines observations sur les performances financières des entreprises cotées sont éclairantes. Nous avons mené en décembre dernier une enquête sur les introductions en bourse depuis 2014 : sur 101 entreprises introduites en bourse depuis 2014 et sans tenir compte de celles sorties de la cote pour cause de faillite ou de rachat, la performance moyenne hors dividendes est de -33 % alors que l'indice SBF120 a progressé de 36 % sur la même période, et le CAC40 Mid & Small de 55 %. C'est atterrant ! Les entreprises qui capitalisent plus 1 milliard d'euros, ne représentent que le sixième des introductions en bourse, mais leur cours a progressé dans 62 % des cas. Celles qui représentent moins de 1 milliard ont vu leurs cours progresser dans seulement 13 % des cas. C'est éclairant ! Il faut arrêter de s'illusionner. La bourse pour tout le monde est une erreur.

Beaucoup d'entrepreneurs se sont laissé prendre à ce piège il y a quelques années et s'en mordent les doigts aujourd'hui. SAFTI que j'évoquais plus haut est d'ailleurs sorti de bourse. Cela crée de fausses priorités pour des directions financières : par exemple focaliser actuellement ses préoccupations sur la sortie du document annuel de référence, alors que pour une PME la priorité devrait être d'avoir un tableau de trésorerie à jour pour les six prochains mois, et de savoir quelles mesures sont mises en oeuvre pour récupérer du cash. La bourse n'est donc pas vraiment une option intéressante pour des PME, sauf cas exceptionnel. En particulier, les entreprises dans le secteur de la biotechnologie, dont plus de 60 sont aujourd'hui cotées à Paris. Elles ont besoin de capitaux propres et il existe sur la Bourse de Paris un marché actif de petits porteurs, de *family offices* et de petits fonds d'investissements qui n'hésitent pas à souscrire à des augmentations de capital lors de ces introductions en bourse.

Mais beaucoup de PME se tournent à l'heure actuelle, et elles ont raison de le faire, vers le *private equity*.

■ Pensez-vous que ces formes de financement alternative peuvent prendre de l'importance alors que les encours financiers restent encore très modestes par rapport à ceux financés par la Bourse ?

La différence avec les entreprises cotées en bourse est très importante en termes d'encours, mais c'est l'inverse en nombre d'entreprises. En France, près de 800 sociétés sont cotées en bourse, alors qu'environ 7 500 sont accompagnées par des fonds de *private equity*. Et ce phénomène est identique dans d'autres pays.

■ Le *private equity* définit une autre forme d'actionariat...

Le *private equity* a un autre mode de gouvernance et d'autres incitations. Un fonds de *private equity*, surtout s'il est majoritaire au capital d'une entreprise, veille au grain parce qu'il est lui-même intéressé financièrement à la plus-value réalisée. Avant d'investir, les gestionnaires d'un fonds de *private equity* réalisent des due diligence comptable, fiscale, juridique, financière, stratégique et environnementale. Ils acquièrent une connaissance approfondie de l'entreprise, de son histoire et une vue assez claire de ce qu'ils veulent faire. Ils cherchent souvent un accord avec le management en place ou un autre management qu'ils apporteront dans l'entreprise, comme cela se pratique couramment en Angleterre. De manière générale, dans les entreprises financées par le *private equity*, la discussion avec le management est plus soutenue et plus suivie.

Une entreprise cotée en bourse en revanche, souvent, ne connaît pas très bien ses actionnaires, qui d'ailleurs peuvent souvent changer. Certes les grands fonds d'investissement sont souvent des actionnaires plutôt pérennes. Compte tenu de leur taille, ils ne peuvent pas se permettre de sortir massivement et préfèrent sur- ou sous-pondérer le titre mais sans sortir intégralement. De plus, ils pratiquent de plus en plus une gestion indicielle. Donc ils n'investissent pas parce qu'ils s'intéressent à l'entreprise mais parce qu'elle représente 4 % de l'indice et donc 4 % de leur portefeuille. En bourse, c'est le Conseil d'administration qui souvent ne représente pas une grande part du capital qui choisit les dirigeants et donc la stratégie. Cela ne veut pas dire qu'ils font de mauvais choix mais le système d'incitation est très différent.

■ Dans la période de crise actuelle, les entreprises ayant bénéficié des mesures de soutien du gouvernement ne pourront pas verser de dividendes : cette décision est-elle susceptible d'avoir un impact sur le rôle des actionnaires, sur leur façon d'investir ? Le dividende est une fraction des bénéfices de l'année précédente versée une fois que les comptes ont été approuvés. Or en 2019 les résultats des entreprises ont été bons et on peut alors considérer qu'il n'y a pas de raison de ne pas verser les dividendes. Mais c'est oublier que le dividende, quand la décision de le verser est prise en février, mars ou avril, est aussi fonction de l'activité des premiers mois de l'année. Dans cette perspective, renoncer à distribuer des dividendes pour les entreprises qui ont aujourd'hui des difficultés de financement est une réaction saine. Le dividende est discrétionnaire : les capitaux propres sont des fonds à risque et un actionnaire accepte de prendre ce risque. ■

Propos recueillis par E. C.





## FINANCEMENT

### Les actionnaires entre dilution et risque

#### Comment les actionnaires influent-ils sur la structure financière des entreprises ?

**Pascal Quiry** : Le choix d'un financement entre dettes et capitaux propres est d'abord un choix fait par les actionnaires. C'est particulièrement vrai dans les sociétés non cotées ou familiales, mais cela peut être aussi le cas dans les sociétés cotées. Chez l'Oréal par exemple, les actionnaires familiaux sont viscéralement opposés à la dette parce qu'ils se rappellent qu'en 1935 l'entreprise a frôlé la faillite en raison de son endettement.

Ce choix des actionnaires résulte d'un arbitrage entre une double appétence : l'appétence pour la dilution et l'appétence pour le risque. Lors d'une augmentation de capital, soit les actionnaires déjà présents peuvent suivre et il n'y a pas lieu d'arbitrer ; mais souvent ceux-ci arrivent au bout des moyens financiers qu'ils peuvent raisonnablement ou possiblement consacrer à l'entreprise. Donc va se poser la question de l'ouverture du capital à des tiers. Certains actionnaires s'y opposent car ils privilégient leur contrôle sur la structure financière. Pour d'autres en revanche, le choix consiste très consciemment à favoriser l'entreprise par rapport au contrôle familial. Ainsi les actionnaires familiaux des entreprises Pernod et Ricard se sont vus dilués depuis leur fusion en 1975, mais ce qui était alors un groupe national de fabrication de pastis est devenu le deuxième acteur mondial des spiritueux, grâce à de nombreuses acquisitions dont certaines financées par l'émission d'actions souscrites par des tiers puisque la famille aujourd'hui ne détient plus que 15 % du capital. Les actionnaires du groupe Rémy Cointreau en revanche manifestent nettement moins d'appétence pour la dilution. Cette société a été très endettée à des moments de son histoire, même si ce n'est plus le cas actuellement,

parce que la famille ne voulait pas perdre le contrôle. Mais elle a grandi nettement moins rapidement que Pernod Ricard. Ces choix traduisent aussi une appétence pour le risque. Si les actionnaires ne veulent pas diluer leur contrôle et privilégient le financement par l'endettement, cela peut fragiliser une entreprise notamment en cas de crise. Il faut donc se demander si le niveau de dette de l'entreprise n'accroît pas significativement son risque financier. Et si ce risque financier ne se sur-ajoute pas à son risque opérationnel. En effet toutes les entreprises ne sont pas égales face à la conjoncture. Certains secteurs présentent une bonne visibilité, d'autres beaucoup moins ; certaines activités ont des coûts fixes importants et d'autres plus faibles ; ces facteurs définissent un risque opérationnel qui peut fortement varier d'une société à l'autre. Par exemple Danone est une société qui est opérationnellement moins risquée que la plupart des entreprises de sa taille, parce qu'elle est dans un secteur plutôt en croissance, qui n'est pas cyclique, et vend des produits qui ne valent pas très cher unitairement. Ce risque opérationnel propre à chaque entreprise peut être atténué ou accentué par la structure financière. Par exemple, la grande majorité des entreprises pharmaceutiques n'ont pas ou très peu de dette, et le plus souvent des liquidités nettes. Elles ont en effet conscience que leurs actifs sont relativement risqués, que la R&D n'est jamais sûre d'aboutir, et que leurs brevets ont une durée de vie limitée. Il n'est pas nécessaire d'ajouter un risque supplémentaire en matière de stratégie financière à un risque opérationnel donné.

Enfin, il faut également compter avec le tempérament et l'expérience des dirigeants et des actionnaires. Dans

les entreprises, certains dirigeants ou actionnaires tolèrent très peu le risque parce qu'ils ont eu des épisodes traumatisants dans ce registre, comme je le soulignais pour la famille Bettencourt-Schueller et l'Oréal. En Allemagne aujourd'hui, la peur de l'inflation, alors qu'il n'y a plus d'inflation depuis des décennies, est encore ancrée dans les esprits. La recherche scientifique avait démontré que les dirigeants d'entreprises américaines qui ont fait leur service national dans le corps d'armée des Marines prennent plus de risques que ceux dont les directeurs financiers ont vécu la crise de 1929.

L'appétence pour le risque et l'appétence pour la dilution sont deux facteurs majeurs dans l'explication de la structure financière de l'entreprise. D'autres facteurs, souvent également mentionnés, ne devraient en revanche n'avoir aucune espèce d'importance car cela amène à se tromper. C'est notamment le cas du coût de la dette. Lorsque cette dernière n'est pas chère, la tentation peut être de s'endetter, mais le capital à rembourser sera toujours là. Et si le remboursement intervient en période de crise, il risque de poser certains problèmes.

De même l'idée que l'endettement procure un avantage fiscal et des économies d'impôts parce que les frais financiers, contrairement aux dividendes, sont déductibles de la base imposable est dépassée. Les taux d'imposition n'ont jamais été aussi faibles dans le monde. Dans les années 1980, en France, les taux d'impôt sur les sociétés atteignaient 50 %. Aujourd'hui ils sont à environ 28 % avec une moyenne dans le monde à 23 %. En outre les taux d'intérêt n'ont jamais été aussi bas. Donc l'avantage fiscal lié à la déductibilité fiscale des intérêts est aujourd'hui évanescent.